

## 一般流動性の構成要素

原 正 彦

### 一 一般流動性分析の意義

一国の経済成長とともに実質的資産が蓄積されていく反面、金融的請求権がより早いテンポで蓄積されていくのが、現代の貨幣信用経済の特色である。金融的請求権の存在によって、実質的資産の真の所有権とその直接的な支配権とを分離させ、巨大な富の集積を可能にするのが、現代の資本主義経済の特色だといいかえてもよいであろう。しかしこの両者の間には確固たる比例関係が存在するわけではない。金融的請求権の構造は階層をなしており、実質的資産に基づくだけではなく、他の金融的請求権にも基づいているからである。いわば金融的請求権の構造は、すべての経済主体をあらゆる可能な組合せで結びつけるところの一連の縦横に交差した糸のようなものである。こうした金融的請求権の蓄積が、経済成長の金融的側面だといわれるのは、それが一国の実質的資産の成長を金融する仕方と大きな関係をもっているからである。

このようにみえてくると、金融の実体面に対する影響を分析するさいに、全体の請求権の構造のなから、「貨幣」という概念だけをとりだして分析することは、到底許されない単純化だといわなければならない。これまでの金融分

析において、「貨幣」は余りにも不当な地位を占めてきた。有効需要の増大は貨幣供給量の増加から生ずるかもしれないし、生じないかもしれないのであって、貨幣と総支出との間には、貨幣数量説的な接近方法の想定するような機械的・直線的な関係は存在しないのである。ハンセンの表現をかりるならば、「富裕な高度に発展した国は、その所得に比べて非常に多額の流動資産を保有することを欲するし、また保有することができる。貧困な低開発国はそうではない。富裕な国においては貨幣量と総支出の間に密接な関係はない。貧困な国ではそれがある。貨幣数量説が貧困な国にまったくよくあてはまるのはそのためである。しかしながら数量説は富裕な先進諸国にとっては、ずっと意義が<sup>(1)</sup>少ない」のである。このように経済成長につれて、貨幣量と総支出との間の直接的な関連が切断されてくると、各経済主体の行動と有効需要とを結びつけるなんらかの概念が必要となっている。「一般流動性」はまさしくこの両者の間の *missing link* を再発見しようとするものにほかならない。この点についてラドクリフ報告は次のように述べている。「われわれは貨幣供給を重要性のないものとは見做さないが、それを経済における一層広い流動性構造の一部とみる。支出決意に関係するものは全体的な流動性状態であり、われわれが貨幣供給に関心を抱くのは、全体の流動性構造の中に占めるその重要性によってである<sup>(2)</sup>」と。一般流動性概念の導入によって、経済活動と金融との *missing link* が再びみいだされた理論的意義は高く評価されるべきであろう。

ところが、このような「一般流動性分析」の重要性が認識されながらもこの概念規定すら現在でも必ずしも厳密には明確にされたとはいえない。最近の多くの貨幣・金融理論の文献のなかで、流動性概念を明確にする試みがなされているにもかかわらず、依然としてこの概念のなかには *mysterious* なものが残されているのである<sup>(3)</sup>。一般流動性概念の曖昧さの原因の一つは、それが多種多様の資産を含んでいることであろう。一般に流動性の構成要素として、現金通貨や銀行の預金債務はもとより、銀行以外の金融仲介機関の債務および企業間信用があげられる<sup>(4)</sup>。ところが、こ

これらの資産は互に、①他の資産と共通する信用一般としての性質をもっていると同時に、②それぞれ特殊な性質をもった信用である、という二重の性質をもっているのである。前者の信用一般としての性質という観点に立てば、いずれの資産も貸借関係である以上、その成立にともなって貸し手から借り手資金が流れる。後者の特殊な性質をもった信用という観点からみれば、それぞれの資産は機能上その性質を異にする。すなわち、企業間信用は商品引渡しにともなって発生する信用であり、金融仲介機関の債務はすでに流通している通貨を借手に引き渡す信用であり、銀行預金は自からの創出する通貨として機能しうる信用である。このように一般流動性の構成要素としてあげられる三つの資産は、お互に共通する性質をもっている反面、機能上その性質を異にするのだから、これらを流動性スペクトルとしてより広範な一つの概念として把握するためには、各資産の機能上の違いを認識したうえで、統一的に把握しうる論理が示されなければならない。本稿の目的は、こうした一般流動性の構成要素の相互関連を明らかにすることにある。

(1) A.H. Hansen, *The American Economy*, 1957, p. 49. 邦訳六二頁。

(2) Radcliffe Report, Para. 389.

(3) このような文献の代表的なものとして例えば次のようなものがあげられよう。

J.R. Hicks, *Liquidity*, *The Economic Journal*, Dec. 1962, pp. 787-802. W.T. Newlyn, *Theory of Money*, 1962, chap. 10. J.G. Gurley, *Liquidity and Financial Institutions in The Postwar Economy*, Study Paper Nos. 14 & 15, 1960, pp. 1-57.

なお流動性概念を理解するうえで、川口慎二『銀行流動性論』昭和三十六年第二章が参考になるであろう。

(4) R.S. Sayers, *Monetary Thought and Monetary Policy in England*, *The Economic Journal*, Dec. 1960, p. 713.

## 二 貯蓄と金融資産

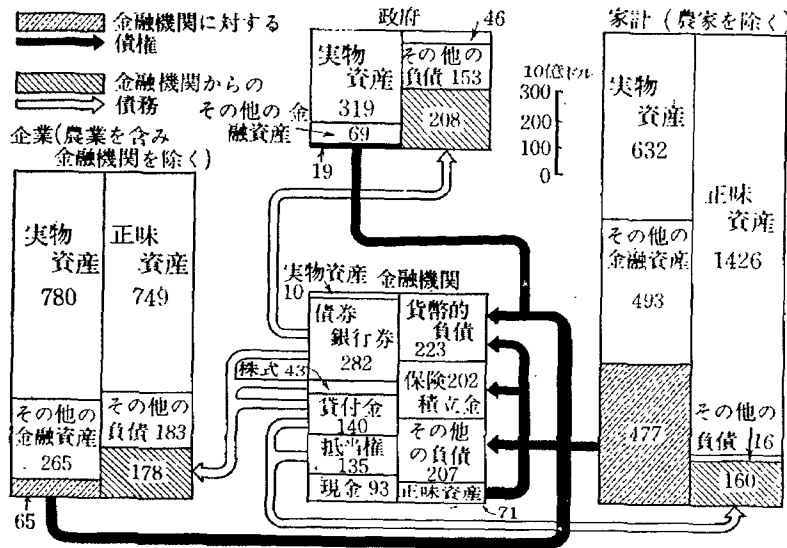
ケインズの雇用理論は国民経済計算体系あるいは社会会計的な定義によって表わされる所得分析の概念的なフレー

ム・ワークに基礎づけられている。このことは投資、消費、所得水準といった経常的な「流量」を強調することになる。これに対して、ポスト・ケインジアン成長理論においては、設備や実質資本の「貯量」が時間とともに変化する過程を分析する。このような分析では、純投資率がたんなる所得や支出のフローへの付加物としてよりも、実質資本ストックへの付加物として重要となる。実質資本ストックの増大は、金融的バランスを構成する金融資産ストックおよびその構成を変化せしめるのであるが、こうした貯蓄・投資の金融的側面の変化に対して、ごく最近までほとんど注意が払われなかった。この理論上のギャップの認識は、所得フロー分析よりもバランス・シート分析に注意をむけることになるであろう。

いま、こうした貯蓄・投資の実質的側面と金融的側面との関連をハロッドの成長モデルを例にとって明らかにしよう。現実成長率  $GC_{II} = \left( \frac{\Delta Y}{Y} \cdot \frac{1}{\Delta Y} = \frac{S}{Y} \right)$  において、資本の増加額の産出高の増加額に対する割合、すなわち限界資本係数の大きさ  $(\frac{1}{\Delta Y})$  は、本来技術的な理由によって決定される性質のものである。それ故に成長率  $(\frac{\Delta Y}{Y})$  の大きさを決定する要因としての唯一の独立変数は、貯蓄の所得に対する割合、つまり貯蓄率  $(\frac{S}{Y})$  の大きさである。現実成長率が企業者均衡を表わす適正成長率  $GC_{II} = S$  とたまたま一致する成長均衡の状態を想定すると、意図された投資と実現された投資は貯蓄率に等しくなければならない。しかし経済が着実に成長する均衡状態は、財貨市場と金融市場がともに均衡することを意味するから、実質資本の増加過程は、同時に金融資産の増加過程でもある。貯蓄・投資方程式は、一面では実質資本の増加を反映し、他面では公衆のポートフォリオのための金融資産の蓄積を反映するのである。このことは貯蓄の多くの部分が金融資産で保有せられ、貨幣はその一部分にすぎないので、貯蓄過程はとりもなおさず資本形成の金融過程であることを考えれば明らかであろう。

しかしながら、貯蓄と金融資産との関連は必ずしも理解しやすいことではない。というのは、通常国民所得分析や

金融機関と非金融部門の国民貸借対照表関係 (1958年)



社会会計という貯蓄は、いうまでもなく国民所得のうちから消費されなかった部分 (S=Y-C) のことで、実質的な量として規定されている。しかし貯蓄は往々にして保蔵の増加—貨幣支出をこえる貨幣収入の部分と考えられており、

実質的貯蓄と金融的貯蓄とは必ずしも単純には結びつかないからである。ケインズをめぐる貯蓄・投資論争を想起するまでもなく、貯蓄概念は古来より多くの紛糾をひきおこした問題であり、「経済理論の二つの暗黒な分野の一つ」とさえいえる。<sup>(1)</sup>

貯蓄と金融資産の関連を明らかにし、さらに金融機関の役割を位置づけるためにバランス・シートを用いて考察しよう。上図はアメリカの各経済部門および全体の資産構造をバランス・シート形式で表示したものである。<sup>(2)</sup> われわれはアメリカの資産構造の現状そのものに直接的な興味をもたない。このチャートがわれわれの問題を理解するうえにきわめて便利なのである。<sup>(3)</sup> チャートをみれば明らかに、各経済部門のバランス・シートの借方は、各種の実物資産 (real assets) と金融資産 (financial assets) とからなっている。実物資産は、企業の場合であれば、機械設備や在庫品などであり、家計の場合は購入した土地や家屋などよりなっている。金融資産は金融

機関に対する債権とその他の金融資産に分けられ、各部門の金融機関に対する債権の流れが ↓ で示されている。貸方の金融負債 (financial debts) も同様に二つに分けられ、金融機関からの債務の流れは ⇓ で示されている。各部門

の実物資産と金融資産を合計した資産総額から金融負債を差引いたものが、正味資産 (net worth) である。すなわち

$$\text{資産} = \text{実物資産} + \text{金融資産}$$

$$\text{正味資産} = \text{資産} - \text{金融負債} = \text{実物資産} + (\text{金融資産} - \text{金融負債})$$

である。右の関係は増加分についてもあてはまるから、

$$\Delta \text{正味資産} = \Delta \text{資産} - \Delta \text{金融負債} = \Delta \text{実物資産} + (\Delta \text{金融資産} - \Delta \text{金融負債})$$

である。この式の右辺の第一項目は、当該期間における実物資産の増加額すなわち実物貯蓄を示し、第二項目はネットの金融資産の増加分すなわち金融貯蓄を示している。かくして、各経済部門の貯蓄は

$$\text{貯蓄} = \text{実物貯蓄} + \text{金融貯蓄}$$

として記述される。

さて、チャートをみればただちに明らかのように、家計部門は金融資産が金融負債を超過し、プラスの金融貯蓄を行っており、企業部門はほぼ金融資産・負債が見合っているが、若干マイナスの金融貯蓄部門であり、政府部門は圧倒的にマイナスの金融貯蓄部門である。このように、ある経済部門の金融貯蓄は、他部門のマイナスの金融貯蓄によって相殺され、経済全体ではゼロとなるから、各経済部門の所有する正味資産の合計額は各経済部門の所有する実物資産の価値合計額と恒等的に等しくなる。かくして、経済全体の貯蓄は各経済部門の所有する正味資産の合計額に等しく、それはまた各経済部門の所有する実物資産の価値合計額と恒等的に等しくなる。このように貯蓄は二面性をもっており、各経済部門の貯蓄は実物貯蓄と金融貯蓄よりなるが、国民経済全体では金融貯蓄は相互に相殺されてゼロとなり、実物貯蓄のみが残るのである。

以上の考察から、われわれはいくつかの重要な論点を抽出することができる。

まず第一に、貯蓄と金融資産の関連である。いまみてきたように、貯蓄は実物的側面と金融的側面をもっている。

貯蓄の実物的側面は、各経済部門の所有する実物資産の価値合計額に等しく、これは国富推計において「実物的接近」Substantive Approach と呼ばれるものである。貯蓄の金融的側面は、各経済部門の所有する正味資産の合計額であって、各部門の資産に対する究極的な所有権を表わすものであり、国富推計でしばしば「請求権的接近」Claim Approach と呼ばれる。したがって、国民貯蓄の大きさは、各経済部門の金融資産の増加や、まして保蔵の増加とは直接的な関係はない。金融資産の増加が貯蓄との関連で問題となるのは、貯蓄が直接に資本市場をつうじて、また間接に金融機関をつうじて各経済部門間に配分される仲介の役を演ずることにある。いいかえれば、国民貯蓄は金融資産の総額の変化とは無関係であって、国民貯蓄が金融資産に関係するのは、各経済部門における金融資産の配分である。

第二に、以上のことは金融機関の役割を明らかにするうえで重要である。すなわち、各経済部門の金融資産の一部がそれぞれ金融機関に流入し、金融機関をつうじて貸出される。いま単純化のために、純粋資産—負債状況 (pure asset-debt position) を仮定し、また直接金融のルートが無視して論をすすめるならば、家計部門における金融貯蓄は金融機関をつうじて、政府部門および企業部門の実物貯蓄すなわち資本形成にむけられる。かくして、金融機関は貯蓄主体と投資主体とを結びつける役割を演ずることによって、貯蓄の可動化 (mobilization of savings) を行なうのである。このことは商業銀行にも非貨幣的金融仲介機関にも共通する機能である。

第三に、家計 (黒字) 部門と政府・企業 (赤字) 部門が金融貯蓄というルートをつうじて結ばれるという考え方は、金融分析にとってきわめて重要な理論的意義をもっている。というのは黒字部門の金融貯蓄が、銀行預金の形であれ、非貨幣的金融仲介機関の負債であれ、金融機関を媒介として、赤字部門の支出すなわち資本形成を促進するからである。ハートはこれを支出分析に対する第3の接近方法として、「信用の流れによる接近法 (the credit-flow approach)

と名付けた。<sup>(4)</sup>この接近方法によれば、商業銀行の預金創出も非貨幣的金融仲介機関のそれぞれ独自の債務の創出も、ともに貸出し過程の副産物と考える。したがって、全体の信用の流れからみて、貨幣も仲介負債も赤字部門の支出促進という点では同じであり、両資産の相違性よりも類似性が強調せられることになる。<sup>(5)</sup>そして赤字部門は金融機関より借り入れた資金を投資にむけ、周知の乗数過程をつうじて、所得が発生する。この所得発生過程は貸出の増加が家計のポートフォリオにさまざまな資産の型態で完全に吸収しつくされるまで継続する。この過程が金融機関による信用創造の過程でもある。

- (1) K.E. Boulding, *Economic Analysis*, 1955, pp. 359~369. 邦訳三七五—三八五頁。
- (2) R.W. Goldsmith, *The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy*, 1965, p. 34.
- (3) 以下の貯蓄概念の理解については、荒憲治郎「貯蓄の意義と内容」(貯蓄増強中央委員会編『貯蓄白書』昭和三八年)に負うところが大きい。
- (4) A.G. Hart and P. Kenen, *Money, Debt and Economic Activity*, 3rd ed., 1961, pp. 260~63. 邦訳二九五—二七頁。
- (5) J.G. Gurley and E.S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960, chap. 6. 邦訳一八〇—二二九頁。

### 三 金融仲介機関の信用拡張乗数

全金融制度の基礎に一つの原理が横たわっている。その原理を請求権創造の原理 (the principle of the creation of claims) と呼んでよいであろう。ガーレイショは、全金融制度を、黒字単位から赤字単位への未支出所得の移転にさいして仲介的役割を演ずるという意味で、金融仲介機関と名付け、これを貨幣制度と非貨幣的金融仲介機関とに分ける。そして両者ともそれぞれ独自の債務を乗数倍創出することによって、貸付資金の供給を増加しうることを主張する。このようなガーレイショの主張は、伝統的な貨幣理論における二分法——商業銀行は貸付資金の創造者



であり、その他の金融機関は資金の仲介者——といちじるしい対称をなしている。ガーレイショの主張は、理論的にも政策的にもきわめて重要な意味をもっており、これをめぐって賛否両論の激しい論争が展開されてきた。現在ほぼ論点が出つくし、いくつかの解決点がみいだされたように思われる。<sup>(1)</sup> われわれの目的は、こうした解決点をふまへながら、金融仲介機関の信用創造の問題を一般流動性分析と結合することにある。そのために、まずガーレイショの命題を要約し、その問題点を明らかにしておく。

ガーレイショの主張は二つの命題に要約される。<sup>(2)</sup>

- ① 貨幣制度も非貨幣的金融仲介機関もともにそれぞれ独自の債務を乗数的に創造することができる。
- ② 貨幣制度も非貨幣的仲介機関もともに貸付資金を創造し、事前の貯蓄を越える事前の投資の超過を作りだすことができる。

このガーレイショの命題について、二つのことを明らかにしておく必要がある。一つは貸付資金のストックとフローの区別であり、いま一つは信用創造の概念についてである。

貸付資金のストックは金融資産の蓄積を意味するが、金融資産の蓄積はそのまま資金のフローを意味しない。資金のフローは究極的には一様な貨幣の流れという形態をとる。この二つの別個のしかし相関連する資金概念を区別することが大切である。ガーレイショの命題において、流動資産の創出を意味する第一命題は、ストックの項目の貸付資金を表わし、貸付資金の創造を意味する第二命題はフロー項目の貸付資金を表わしているものと理解できる。<sup>(3)</sup> この二つの命題の区別は、一見すると混同されやすい。というのは、金融機関の債務の創出あるいは消滅とその貸借あるいは返済とは、単一の操作のなかに結びついて<sup>(4)</sup> いるからである。しかしながら、この二つのプロセスを区別することは、概念の明確化のためばかりでなく、理論上からも決定的に重要である。

第二の信用創造の概念についても、その意味するところを明確にしておかなければならない。伝統的な貨幣理論のように、信用創造を狭義に解して、「預金通貨の創造」だとみれば、信用創造しうるのは銀行制度だけであって、その他の金融仲介機関は信用を創造できない。これに対して、ガーレイ・ショー<sup>5)</sup>では信用創造という言葉によってたんに銀行預金だけでなく、銀行以外の金融仲介機関の発行する独自の債務をも含んでいる。またセイヤーズはすべての金融機関に共通する基本的な特質として、その発行する債務が「資産の有効性を増加する」ことにあると規定している。そしてこの規定には、①金融機関はより市場性の低い債権をより市場性の高い債権と交換するという意味で信用を創造すること、②各経済単位の流動性を増加しうること、③金融機関は貯蓄を可動し支出単位に利用可能にしうること、の三つの意味が含まれている。このような信用創造概念の違いを明確にしておくことは、あとの議論にとって必要である。現代の金融機構は、一つの金融資産をより流動性の高い高次の資産へと次々に流動化し、究極的に現金通貨の供給となって現われるといった信用ピラミッドをなしており、一般流動性概念はまさにこうした全プロセスを統一的に把握しようとするものにはかならないからである。

さて、以上のような点を明らかにしたうえで、金融機関の信用拡張乗数を定式化しよう。<sup>(5)</sup>まず商業銀行、金融仲介機関、一般公衆のビヘイビアにかんする記号をあらかじめ次のように設定しておこう。

商業銀行

$r_d$  Ⅱ 要求払預金に対する必要現金準備

$r_t$  Ⅱ 有期預金に対する必要現金準備

金融仲介機関

$c^*$  Ⅱ 負債に対する現金通貨の比率

$d^*$  負債に対する要求払預金の比率

一般公衆

$c$  要求払預金に対する現金通貨の比率

$t_0$  要求払預金に対する商業銀行の定期預金の比率

$t_i$  要求払預金に対する仲介機関の定期預金の比率

$s$  要求払預金に対する仲介証券の比率

通常の教科書で表わされるもっともプリミティブな商業銀行の預金通貨創造の定式は次のようにして求められる。<sup>(6)</sup>

銀行は一定の本源の預金（あるいは期首の超過準備） $B$ をもとに、 $r_d B$ の現金準備を手許に残し、残りの $(1-r_d)B$ を貸出しする。銀行から貸付けを受けた借手の支払いは、その受取人の取引銀行たる第二の銀行の預金増加となる。第二の銀行も同様の創合で一定の現金準備を残し、残りを貸出しにまわし、以下同じように進行するものとする。この預金と貸出の波及過程をまとめたのが次頁の表である。銀行預金の拡張高 $A$ は、本源の預金 $B$ を初項とし、貸付率 $(1-r_d)$ したがって現金準備率 $r_d$ を公比とする無限等比級数で表わすことができる。すなわち

$$A = B \frac{1}{r_d}$$

したがって、貨幣供給乗数を $K$ とすれば

$$K = \frac{1}{r_d} \dots \dots \dots (1)$$

(1)式は現金流出を無視しているが、もし公衆が預金通貨残高に対して一定比率 $c$ の現金通貨を保有するものとする  
と、(1)式は次のように書き換えられ、より一般的な貨幣乗数がえられる。

預金と貸出の波及過程

銀行の段階別位置	新しい預金	新しい貸出	現金準備金
最 初 の 銀 行	B	$(1-r_d)B$	$r_d B$
第 2 段 階 の 銀 行	$(1-r_d)B$	$(1-r_d)^2 B$	$r_d(1-r_d)B$
第 3 段 階 の 銀 行	$(1-r_d)^2 B$	$(1-r_d)^3 B$	$r_d(1-r_d)^2 B$
第 4 段 階 の 銀 行	$(1-r_d)^3 B$	$(1-r_d)^4 B$	$r_d(1-r_d)^3 B$
⋮	⋮	⋮	⋮
全体の銀行制度の 合計	$B \cdot \frac{1}{r_d}$	$B \frac{1-r_d}{r_d}$	B

$$K_2 = \frac{1+c}{r_d+c} \dots\dots\dots (2)$$

(1)式および(2)式はいろいろな単純化仮定のもとでえられた貨幣乗数である。いまそれらの諸仮定をあげると次のとおりである。(7) ① 商業銀行の完全貸出。

② 公衆の現金通貨選好率が十分安定的であること。③ 現金準備率が自動的に決定(法定)されていること。④ 貸出と投資(個人貸出と政府証券購入)が同質であること。⑤ 商業銀行の有期預金無視。⑥ 仲介機関の有期預金無視。

⑦ 仲介機関の現金通貨比率および要求払預金比率を無視。

①—④の仮定は通常用いられる単純化のための仮定であって、無視しても差しつかえない。金融機関全体の信用乗数を解明するために、⑤—⑦の仮定を順次導入していこう。

まず公衆の保有する商業銀行の有期預金を考慮に入れる( $t_c > 0$ )と、信用乗数は次のようになる。

$$K_3 = \frac{1+c+t_c}{r_d+c+t_c t_i} \dots\dots\dots (3)$$

公衆による仲介機関の負債保有を導入する( $t_i > 0$ ,  $S > 0$ )と次式がえられる。

$$K_3 = \frac{1+c+t_c+t_i+s}{r_d(1+t_i+s)+c+t_i t_i} \dots\dots\dots (4)$$

さらに仲介機関が一定の現金通貨を保有( $c^* > 0$ )し、また信用拡張過程に参与する( $d^*+c^* > 1$ )ものとする、最終的に次のような信用拡張乗数がえられる。すなわち

$$K_5 = \frac{1+c+t_c+t_i+s}{r_d+c+t_c r_i+(t_i+s)(d^* r_d+c^*)} \dots\dots\dots (5)$$

(5) 式の分母は信用拡張のために必要とされる超過準備の総額を表わしており、分子は要求払預金一ドル当り公衆によって保有される種々の資産の総額を表わしたものである。したがって、(5) 式は商業銀行における超過準備一ドル当りの金融機関全体の信用拡張乗数を表わしたものである。(5) 式と(1) 式あるいは(2) 式によって示される通常の預金通貨創出とのちがいは、公衆が増加する請求権を現金通貨や要求払預金だけでなく、商業銀行の短期預金や仲介機関の負債の形で保有するという仮定のちがいから生ずるのである。

これまで、金融機関全体の信用拡張が商業銀行によって始められるものとしてとり扱ってきた。信用拡張は仲介機関によっても同様におこりうる。<sup>(8)</sup> いま仲介機関がまず超過貨幣残高を保有し、信用拡張を行なうものとする。公衆の要求払預金を一ドルだけ増加させるためには、仲介機関が  $(1+c+t_c)$  ドルの貨幣を喪失する。他方仲介機関に  $(t_i+s)$  ドルの貨幣が還流してくる。このうち  $(t_i+s)(d^*+c^*)$  は現金および現金準備として保有せられるであろうから、収益資産増大に運用されるのは  $(t_i+s)(1-d^*-c^*)$  である。かくして、公衆の要求払預金を一ドルだけ増大させるための信用拡張にさいして、仲介機関が必要とする総貨幣残高は  $1+c+t_c+(t_i+s)(d^*+c^*)$  である。したがって仲介機関の過剰準備一ドル当りの信用拡張は

$$K_6 = \frac{1+c+t_c+t_i+s}{1+c+t_c+(t_i+s)(d^*+c^*)} \dots\dots\dots (6)$$

となる。(6) 式において、 $(t_i+s) > 0$ 、 $(d^*+c^*) > 1$  であれば、 $K_6 > 1$  となり、仲介機関は一定の超過貨幣残高を基礎にして乗数的信用拡張を行なうことができる。もし貨幣が仲介機関に還流しない（すなわち  $t_i+s=0$ ）ならば、信用拡張乗数は一となり、仲介機関は乗数的信用拡大を行なうことができない。

以上のリンドベックの分析から明らかなように、一定の条件のもとで、商業銀行だけでなく金融仲介機関もまた信

用創造能力をもち、金融機関全体の信用拡張乗数を高めることがわかる。しかしながら、本節のはじめに述べたように、仲介機関と商業銀行との信用拡張を同一のレベルでとり扱いうるのは、それぞれ独自の金融債権の増大すなわち貸付資金のストックの増大にかなしてである。両者はその創造する信用の内容にも、貯蓄との関連の仕方にもちがいがあ、資金フローの面では当然異なった性質をもっている。われわれはこうした相違を次節において一般流動性の階層的把握として分析する。

(1) 第一の命題についてガーレイショーではその波及過程の定式化が十分でなかった。その後、シェルビーの流動資産乗数 (liquid assets multiplier)、『ローンの非貨幣的金融仲介機関の信用乗数 (non-bank financial intermediaries credit multiplier)』、スミスの信用拡張乗数 (credit expansion multiplier)、『クランプトンのラドクリフ型信用拡張 (Radcliffe-type credit expansion)』などの分析をうけて、仲介機関の信用拡張のメカニズムが明らかにされた。

第二の命題については、論者によってかなりニュアンスのちがひがある。しかし、「銀行組織は貨幣供給を変化させることによって経済に影響をおよぼすが、他方非銀行仲介機関は貨幣需要さらにそれをつうじて流通速度を変化させることによって経済に影響を及ぼす」というバティンキンの指摘が一般に受け入れられている。そのさい、スミスによって指摘されているように、商業銀行から貸出された資金は、自動的かつ即時に還流するが、仲介機関の貸出は大きな漏れをとまう点で区別せられている。主な文献は次のとおりである。

D. Shelby, Some Implications of the Growth of Financial Intermediaries, *Journal of Finance*, Dec., 1958, pp. 527~41. R.S. Thorn, Non-bank Financial Intermediaries, Credit Expansion, and Monetary Policy, I.M.F. Staff Papers, Nov., 1958 pp. 369~83. W.L. Smith, Financial Intermediaries and Monetary Controls, *Quarterly Journal of Economics*, Nov., 1959, pp. 533~53. A.B. Cramp, Financial Intermediaries and Monetary Policy, *Economica*, May, 1962, pp. 143~51. D. Patinkin, Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Policy, *The American Economic Review*, March, 1961, pp. 95~116.

わが国の文献として次のものがあげられよう。鉄田邦夫『金融理論と金融政策』。金森恒利「貸付資金の創造または仲介と金融機関の役割」香川大学経済論叢三六巻五号。岩根達雄「信用創造と貸付資金の創造」一谷藤一郎編『金融政策の基礎理

論』第三章。矢尾次郎「金融乗数の諸問題『経済研究』一七卷三号。同「貸付資金の形成」神戸大学『国民経済雑誌』一一五卷二号。

- (2) J.G. Gurley and E.S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, 1960, pp. 191~236. 邦訳一八〇—二二九頁。
- (3) 欽田邦夫『金融理論と金融政策』六三頁。
- (4) K.E. Boulding, *Economic Analysis*, 1955, pp. 333~4. 邦訳三四八—九頁。
- (5) A. Lindbeck, *A Study in Monetary Analysis*, 1963, pp. 188~199.
- (6) 例えは、P.A. Samuelson, *Economics*, 6th ed. 1964, chap. 15. 邦訳上巻、三九三—四二七頁。
- (7) A. Lindbeck, *ibid.*, pp. 195~99.
- (8) A. Lindbeck, *ibid.*, pp. 193~95.

#### 四 一般流動性の階層的把握

金融機関によって乗数的に創出される金融的請求権は、毎期の金融資産ストックに付加されて、全体の portfolio balance の重要な構成要素となる。いま実物資産を別にすると、金融的請求権市場には、ごく限られた意味で、任意の時点において貯量均衡が成立する。そこではすべての金融的請求権（貨幣ストックを含む）は誰かによって保有せられ、また現在の富および経常的な所得フローと一定の関連をもっている。同時に、この貯量均衡は各時点において継続的に攪乱せられる。なぜならば、成長する経済において純貯蓄が毎期の経常所得から形成せられ、この貯蓄によって各種金融機関の貸借対照表ポジション——資産・負債構造が攪乱されるからである。<sup>(1)</sup>このような貸借対照表ポジションの変化過程は、貯蓄を可動する過程であり、流動性を増大する過程でもある。金融機関の負債が資産と同じ速さで増大するという事実、流動性の増大が生じないということを意味しない。資産と負債はその価値（計算単位の称呼での）は合致するけれども、その負債は資産よりも流動的である。そうでなければ、金融機関の存在理由はない。こ

のことは銀行に適用されるルールであり、また他の仲介機関にも適用されるルールである。ただし、ある仲介機関はその性質上銀行に接近しているが、他の仲介機関は銀行と離れている。その程度如何によって非銀行仲介機関の流動性増加の度合を異にするであろう。

このように金融機関の信用創造は、一方においてストックとしての金融資産の蓄積であると同時に、他方においてはフローとしての経済の流動性を増大するのである。そして金融制度の創出する請求権（債権と債務）の真に重要な点は、この流動性の局面なのである。一般的にいつて、債務者と債権者が同じ種類の経済単位——両方とも家計、両方とも企業あるいは銀行——である場合には、市場性のある債務の存在は社会の流動性をわずかに増加させるのである。金融機関が貸手であるときには、一般公衆の流動性をもっと著しい影響をうける。<sup>(2)</sup> セイヤーズは金融市場における一時的な貯量均衡が貯蓄によって攪乱せられることによって、金融機関の資産・負債構造にリパーカッションを与え、また所得を発生する過程を五つの段階にわけて分析している。<sup>(3)</sup> そしてこの五つの段階は、貯蓄にもっとも接近してたんにその移転にすぎない段階から、次第に貯蓄から離れて資金の限界的変動部分の供給へとすすんでいく。こうした過程を考察してみよう。

(a) 貯蓄が商業銀行の有期預金として保有せられる場合。

いま家計が企業より一定の所得を要求払預金で受けとり、その一部分を銀行の有期預金で貯蓄するものとしよう。その場合、家計は自己の経常勘定から預金勘定へ振替えを銀行に指示するだけでよい。いま勘定形式でこれを表わすと次頁上のようになる。イギリスの現代の金融制度を前提に話をすすめる。つまり銀行利率が硬直的であり、かつ銀行活動の指標である二八%の流動比率が一樣に預金総額に関連している。表から明らかなように、経済全体の金融請求権の総額は不変である。銀行の資産・負債および流動比率もなんら変化せず、銀行は貸出・投資へのなんらのイ



企	業	家	計
(1)要求払預金-1,000		(2)要求払預金+1,000	
		(3)要求払預金-1,000	
		(4)有期預金+1,000	
商業銀行			
		(1)企業の要求払預金-1,000	
		(2)家計の要求払預金+1,000	
		(3)家計の要求払預金-1,000	
		(4)家計の有期預金+1,000	

ンセンチブをもたない。この場合、銀行は創出機能 (creating operation) も転換機能 (switching operation) も行なわない。したがって、この貯蓄行為はなんらの信用創造も資金のチャンネリングともなわず、貯蓄は保蔵であって、経済にデフレ効果を与える。この場合はいわば貯蓄にかんするケインズ的世界だといえよう。もちろん、利子率が弾力的であり、あるいは有期預金と要求払預金のそれぞれの準備率が異なる場合には、銀行の創出・転換機能が発揮されるであろう。

(b) 貯蓄が建築組合の持分で保有される場合

家計の貯蓄が建築組合の持分で保有せられる場合を考えよう。家計は要求払預金 (例えば一、〇〇〇ポンド) を建築組合の持分に振替える。この結果、経済における金融請求権と建築組合の負債はそれぞれ一、〇〇〇ポンド増加するが、銀行預金はその所有者が家計から建築組合に移転しただけで、その総額は不変である。いま建築組合はその準備額を増加せず、一、〇〇〇ポンドを貸付にむけるものとする。借手はこれを家屋の購入に使用する。銀行預金一、〇〇〇ポンドは、家屋の販売者の所となる。かくて、実質投資は貯蓄額だけ増加し、貯蓄のデフレ効果を相殺する。以上の経過は次頁上の勘定形式でもっと詳細にみることができる。最終的な状況は次のとおりである。銀行預金は不変であり、なお貨幣所得水準は適正である。社会の実質資本 (新家屋) は増加した。非銀行金融請求権は一、〇〇〇ポンド増加し、これは貯蓄者の資産増加と建築組合の負債増加で対応している。この場合、銀行は単

貯蓄家計		建築組合	
(1)要求払預金	+1,000	(4)要求払預金+1,000	(3)負債+1,000
(2)要求払預金	-1,000	(5)貸付+1,000	
(3)建築組合の持分	+1,000	(6)要求払預金-1,000	
借手		商業銀行	
(7)要求払預金+1,000	(5)借入+1,000	(1)家計の要求払預金+1,000	
(8)要求払預金-1,000		(2)家計の要求払預金-1,000	
家屋の売手		(4)建築組合の要求払預金+1,000	
(9)要求払預金+1,000		(7)借手の要求払預金+1,000	
		(6)建築組合の要求払預金-1,000	
		(8)売手の要求払預金+1,000	
		(9)借手の要求払預金-1,000	

なる仲介機能をいとなんだにすぎないが、建築組合は貯蓄を可動化し、一回限りの創出機能を行なったことになる。

(c) 家計が資産転換をする場合

もし貯蓄者および建築組合が、例で示したポートフォリオに満足するなら、この部分的な貯蓄均衡は経済によりいっそうの攪乱をもたらさない。しかし貯蓄者や建築組合などがその貸借対照表ポジションに満足せず、流動性、所得および富の間の意図された関連を変更しようとするならば、よりいっそうの攪乱をとまなうであろう。このもっとも単純な事例は、建築組合の持分が高度に流動的な資産であって、貨幣代替性をもつ場合である。いま貯蓄が五、〇〇〇ポンドの建築組合の持分を購入した結果、その流動性は増大し、銀行預金より五〇〇ポンドだけ引出し、さらに持分を購入して利子をえようとするものとしよう。この五〇〇ドルは貯蓄とも他の人びとの所得の減少とも直接関係ない。こうした銀行預金から建築組合の持分への資産転換によって、建築組合は貸付を増加し、その結果貨幣所得さらには貯蓄の増大をもたらす。そして貯蓄の一部が建築組合の預金として還流するかぎり、建築組合による信用の乗数的拡張過程は継続するであろう。

一般に、仲介機関はその創出機能によって仲介負債を乗数的に創出する

だけでなく、その転換機能によって、流動性のより高い資産と流動性のより低い資産と引き換えることによって、全体として支出単位のポートフォリオの流動性を高める。そして非銀行負債の貨幣代替性の度合が大きければ大きいほど、銀行預金の所得流通速度をより増大し、貨幣所得および仲介負債の乗数的拡張をもたらすであろう。

(d) 銀行の資産構成が変化する場合

これは公衆および企業の貯蓄決定や貯蓄の保有形態には変化なく、ただ商業銀行が一定の流動比率を維持しつつ、貸出しを増加する場合である。いまたとえば、政府債券価格の下落(利回りの上昇)によって、公衆が銀行の有期預金を減少し、政府証券の保有を増加するものとしよう。銀行は政府証券を売却することによって得た資金で貸出しを増加する。その場合、銀行の預金総額は不変のまま、有期預金の減少が、要求払預金の増加によって補完される。このようにして、不活動残高の活動化するなかち銀行預金の所得流通速度の増大がなされる。貸出しの増大によって、やがて所得が増大し、貯蓄や金融的請求権の乗数的拡張をもたらす。このような乗数的信用創造の過程が、たんなる銀行の資産転換によってひきおこされうことは注目し値する。

一般に、このような商業銀行の転換機能には二つのルートが考えられる。<sup>(5)</sup>一つは、いまみてきたように、商業銀行が手持ちの政府証券を売却して貸出しを行なう場合であり、いま一つは、商業銀行が資金を仲介機能に貸出しするか、あるいは仲介負債の購入にむける場合である。両者とも通貨の流通速度を増大するであろう。

(e) 大蔵省証券の発行によって金融される政府赤字

信用拡張過程の作用についての第五の例は、イギリスの金融制度でもっとも重要である。全金融制度は利子を生まない政府負債である現金通貨に集中する。中央銀行が必要とされる現金通貨を供給するのは、他の政府負債——大蔵省証券——と引き換えに現金通貨を発行することによってである。こうした通貨供給のメカニズムを明らかにしよう。

## ポジション I

(単位 100万ポンド)

負 債		資 産	
預金	10,000	現金	800
		大蔵省証券および	
		コール・マネー	2,000
		その他資産	7,200
	10,000		10,000

## ポジション II

負 債		資 産	
預金	10,280	現金	800
		大蔵省証券および	
		コール・マネー	2,280
		その他資産	7,200
	10,280		10,280

単純化のために、政府は大蔵省証券の操作の結果、その金利政策を変更することを欲しないし、やむをえず変更することも無いものとする。また大蔵省証券は銀行および割引商会によってのみ保有せられ、その他の人びとは保有し

ないものとする。

ンが I から II へ変化した結果、銀行はその流動比率は二八%を越えているが、現金比率が八%をやや下回っていることに気づく。そこで銀行は現金不足二千四百四十万ポンド(二億八千万ポンドの八%)だけ、割引市場からコール貸の返

いま政府は一・四半期中に二億八千万ポンドだけ支払い超過であり、これまでの二〇億ポンドの大蔵省証券発行を二二億八千万ポンドに増加しなければならぬものとしよう。銀行は二〇億ポンドの大蔵省証券と八億ポンドの手元現金およびイングランド銀行預金によって、二八%流動比率を維持している。政府は二億八千万ポンドの支払超過分を、イングランド銀行の政府預金から小切手で支払う。この小切手は、政府に財貨・サービスを提供した人びとによって、加盟銀行の彼らの勘定に入金せられ、さらに銀行はこの小切手をイングランド銀行業者預金に入金する。この結果、銀行預金総額は二億八千万ポンド増加し、それだけ銀行の現金準備を増大する。しかし銀行の現金準備の増加は新たに追加発行される大蔵省証券によって相殺される。銀行のはじめとあとのポジションは上のように要約される。ここまではイングランド銀行の資産になんらの変化もなく、負債のたんなる再配分が生じたにすぎない。ポジション

済を求めるか、あるいは大蔵省証券の保有を減少するかによってそのポジションを修正しなければならない。このいずれの操作も、イングランド銀行が二千二百四十万ポンドの大蔵省証券を購入することによって完成する。イングランド銀行はこの証券を付加的資産として保有し、これに見合った銀行業者預金の形における付加的負債を増加し、これが銀行の現金資産の一部分となる。イングランド銀行の行動は、銀行に対しその預金負債の増加(二億八千万ポンド)を支えるために必要な現金(二千二百四十万ポンド)を供給するのに完全に適切なものである。

これで決して事態が終るのではない。さきの図例をみればただちに判明するように、旧状はまだ完全には回復されていない。第一に、銀行の流動資産比率は二八%をやや上回っている。第二に、公衆は二億八千万ポンドの付加的銀行預金を保有している。第三に、公衆の所得は一・四半期に二億八千万ポンドだけ増大している。第一の変化は銀行の流動性ポジションを高め、銀行はより積極的に貸出し・投資をする。第二の変化は公衆の流動性ポジションの増大であるから、公衆は仲介負債や政府債券の購入を増加するであろう。これらの波及過程についてはすでに考察してきた。第三の所得の増大は、所得や流動性によりいっそう複雑な効果を与えるであろう。

このようにみえてくると、現代のイギリスにおける現金通貨供給のメカニズムは、大蔵省証券の供給額の増減が、銀行の準備資産増減および準備資産の構成変化をもたらし、その結果現金通貨が増減するのである。ラドクリフ報告が「銀行信用の実際の基礎は、もはや現金の供給ではなく、流動資産(大蔵省証券の入手の難易に依存する)<sup>(6)</sup>である」と主張するのも、こうしたイギリスの現代の金融機構の変化を反映したものである<sup>(7)</sup>。しかも注目すべきことは、イングランド銀行が大蔵省証券金利の過度の安定を維持するために、売却されようとする大蔵省証券を敏速に購入しなければならず、その結果現金通貨がいわば自動的に供給されることである。基本的には、大蔵省証券の流動性が現金通貨量を規定するものであって、通貨量が<sup>(8)</sup>大蔵省証券の流動性を規定するのではない。こうした関係

は、大蔵省証券にかぎらず、一般に民間の信用増大にともなう金融資産ストックの増大を銀行が事後的に流動化し、究極的に中央銀行が金融資産の流動化のために必要な現金通貨を供給するのである。こうした信用の貨幣化の過程を明らかにしなければならない。

以上のセイヤーズの分析には、いまだ十分には定式化されていないけれども、新しい金融分析にとっていくつかの重要な論点を含んでいる。

第一に、これまでの金融分析は、主として流量分析を中心とし、貯量分析にはほとんどみるべきものがなかった。貯量分析が金融にかんする文献のなかにとりいられるようになったのは、ごく最近のことである。セイヤーズは貸借対照表と所得フローとの関連を重視する。金融資産ストックとりわけ全金融機関の資産・負債構造の変化が所得フローの増減との関連で考察される。そのさい注目すべきことは、両者を結びつける連結環として、一種の「期待所得理論」を展開していることである。<sup>(8)</sup> すなわち、金融仲介機関（商業銀行およびその他の非銀行仲介機関）の資産は、政府、企業および家計に対する請求権であり、これらの各経済主体の将来所得が期待されるが故に、金融請求権は現在値をもっているのである。いいかえれば、金融仲介機関が金融請求権（貨幣を含む）を流動化しうるのは、これらの借手の期待所得にもとづくのである。そして総有効需要したがって所得フローは、借手の期待所得によって現在値をもつ金融請求権の売却に規定せられる。金融仲介機関を重要視するのもその創造する負債（資金のストック面）が、資金フローを増加しうるからである。セイヤーズが一般流動性分析を強調する背後には、こうした金融資産の流動化にかんするある種の期待所得理論によって裏付けされているように思われる。

第二に注目すべきことは、いまみてきたことと関連するのだが、信用の流れを立体的・構造的に把握していることである。すなわち、セイヤーズは金融機関の基本的な特性を「資産の有効性の増大」と規定し、貯蓄の可動化・流動

性の増大・信用創造を三位一体として把握している。いいかえれば、より低次の流動性をもった資産がより高次の流動性をもった資産に次々と転化され、究極的に貨幣が供給される全過程を一定の階層をなしてつらなっている一般流動性として把握するのである。資金の貸手から借手への貯蓄を可動化（貯蓄の再分配）するにあたって、ある非銀行仲介機関は貯蓄にもっとも接近し、その仲介機能をいとなむにすぎず、したがって経済の流動性をわずかしき増加しない。他の仲介機関は貯蓄を可能化するにあたって貨幣代替性の大きい負債を創出し、流動性をいっそう増大する。

そして商業銀行は、貯蓄とは直接関係なく、貨幣創造によって資金需要の限界の変動部分を供給し、流動性増加にもっとも重要な地位を占める。全金融機関は貯蓄への接近の度合とは逆比例して、また商業銀行に近似する度合と正比例して、全体の流動性を増加する。金融市場はこのような金融機関の性質上のちがいを反映して、相対的独立性をもちながらも、全体として単一の金融市場を形成しているのである。したがって、銀行組織と仲介機関との資金の漏れの大小が主たる問題ではなく、金融制度全体からの資金の漏れが重要となる。<sup>9)</sup>残された問題は、すぐあとでみるように、金融仲介機関の発行するそれぞれ独自の負債の「貨幣代替性」を実証的、検証的に検証することであろう。

第三の問題は、通貨供給の内生的理論に注目していることである。これまで金融分析では、貨幣供給量は金融当局によって外生的に決定されるものとして、その理論分析から除外されてきた。しかし現在の管理通貨制度のもとでは、さらに種々の金融仲介機関の発展が顕著な現代では、通貨供給量は基本的には金融資産の流動化によって規定せられる被決定要因なのである。いってみれば、信用のピラミッドの上部構造をなす複雑な信用の流れが、下部構造たる基礎的貨幣を決定するものであって、決してその逆ではない。こうした「信用の貨幣化」のメカニズムが明らかにされなければならない。

(一) R.S. Sayers, *Modern Banking*, Sixth ed. 1964, pp. 225-6.

- (2) A. Hart and P. Kenen, *ibid.*, p. 122 邦訳一三九頁。
- (3) R.S. Sayers, *ibid.*, pp. 228~44.
- (4) 以上の例は貯蓄者による銀行預金から仲介機関債務への転換の場合であるが、資産転換にはいろいろの組合わせが考えられる。W・スミスは通貨↓要求払預金、通貨↓商業銀行有期預金、通貨↓他の仲介機関債務、要求払預金↓商業銀行有期預金、要求払預金↓他の仲介機関債務、商業銀行有期預金↓他の仲介機関債務のそれぞれの事例について分析している。そして貸付資金の供給におよぼす効果が係数によって示されている。(W.L. Smith, *Financial Intermediaries and Monetary Controls*, *The Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1959, pp. 540~1.)
- (5) W.L. Smith, *On the Effectiveness of Monetary Policy*, *American Economic Review*, Sep. 1956, pp. 601~3.
- (6) Radcliffe Report, Para. 376.
- (7) このようなラドクリフ・セイヤーズ命題をめぐって、賛否両論の烈しい論争が行なわれている。これについては次の文献を参照せよ。R.L. Crouch, *The Inadequacy of "New-Orthodox" Methods of Monetary Control*, *The Economic Journal*, Dec. 1964, pp. 916~34. W.T. Newlyn, Mr. Crouch on "New Orthodox" Methods of Monetary Control: Comment (1). B. Tew, Comment (2). R.L. Crouch, Mr. Newlyn's and Professor Tew's Comment: A Reply, *The Economic Journal*, Sep. 1965, pp. 857~63.
- (8) R.S. Sayers, *ibid.*, pp. 221~2.
- (9) R.S. Sayers, *ibid.*, pp. 244~51.

## 五 流動資産の貨幣代替性と信用の貨幣化

われわれに二つの問題が残されている。一つは流動資産の貨幣代替性 (money substitutes) の問題であり、いま一つは信用の貨幣化 (credit monetisation) の問題である。まず流動資産の貨幣代替性の問題を取りあげよう。この問題をめぐって、二つの相対立する主張がなされている。一つはガレー・ショー仮説であって、流動資産の貨幣代替性を容認する立場である。ガレー・ショーによれば、非銀行仲介機関の負債は密接な貨幣代替物であり、仲介負債は



貨幣需要を減少させる効果をもっている。だから、仲介機関は貨幣の超過供給したがって貸付資金の供給を増加するのである。いま一つはフリードマン・シュワルツ仮説であって、流動資産の貨幣代替性を否認する立場である。フリードマン・シュワルツによれば、銀行の要求払預金あるいは有期預金のいずれに対する需要も、非銀行仲介機関の負債に対する需要とは互に無関係である。これに対して有期預金は要求払預金の密接なあるいは完全な代替物である。そこで有期預金を含むより広範な貨幣概念を採用し、経済分析への数量説的接近方法を提唱するのである。

このような流動資産の貨幣代替性にかんする二つの相対立する仮説をめぐって、最近いくつかの実証的な検証が試みられている。これらを一、二考察してみよう。

リー (T.H. Lee) はこの仮説の有効性にかんする問題は、貨幣需要が非貨幣仲介機関の負債の利回りに関係するかどうかの実証的な問題と考え、タイム・シリーズ分析によってこれを検証する<sup>(1)</sup>。まず貨幣需要が恒常所得および特定利子率 (relevant interest rates) の関数だという仮定のもとに、次のようにリアル・タイムの貨幣需要関数を対数線型形式で表わす。(記号については記号一覧をみられよ。)

$$\ln(M_t/P_t^*) = a + b \ln(Y_t^*/P_t^*) - c \ln(i_t - i_d) - d \ln(i_{sm} - i_d)$$

リーのこの式において、利子率変数の負の係数は貨幣需要が仲介資産の利子率にネガティブに関連するという予想される結果を示している。さらに、仲介証券の性質上の変化が貨幣需要を減少する可能性についても検討する。一九五〇年にアメリカの貯蓄・貸付組合にいくつかの制度上の変化がみられ、この出資証券が比較的高い利子率と高い流動性を有するものとみなされるようになった。そこで  $\ln(i_{sm} - i_d)$  を一九五〇年前後の二つの変数に分離し、次のような一定の制度上の変化を含む需要関数を示す。

$$\ln(M_t/P_t^*) = a + b \ln(Y_t^*/P_t^*) - c \ln(i_t - i_d) - d_1 \ln(i_{sm} - i_d)_1 - d_0 \ln(i_{sm} - i_d)_0$$

この式はパラメーター $d_1$ および $d_0$ が一部分仲介機関の制度的変化によって決定されることを暗示している。そしてもし制度上の変化が貨幣需要に影響するならば、実証的に決定せられる $d_1$ の値が $d_0$ の値よりもより大となるであろう。

#### 記号一覧

- $M_1$  : 公衆によって保有せられる一人当りの現金通過および要求払預金  
 $Y_n^*$  : フリードマンの一人当り恒常純生産物  
 $P_n^*$  : フリードマンの恒常価格  
 $i_d$  : 要求払預金の実際の利子率  
 $i_{sm}$  : 貯蓄・貸付出資証券および相互貯蓄預金の実際の利子率の加重平均  
 $i_g$  : 財務省証券および政府長期証券の利子率の加重平均

このような貨幣需要関数をもとにして、一九三四年——一九六四年間（ただし戦時中を除く）のデータから、 $(i_{sm}-i_d)$ の係数は $-0.640$ であり、 $(i_{sm}-i_d)_1$ および $(i_{sm}-i_d)_0$ の係数はそれぞれ $-0.570$ および $-0.497$ であるという統計的結果がえられる。リーはこうした計量的分析の結果から、非銀行仲介機関の負債が密接な貨幣代替物であるというガーレイシ—仮説の正しいことを主張する。

シャトー (G. Shatto) もまた、フリードマン自身によって用いられた貨幣代替性の基準を採用して、次のように種類の流動的な金融資産が企業セクターにとって事実上貨幣代替物であることを証明する。<sup>(2)</sup>

フリードマンは企業セクターにおいて「もし仲介証券が密接な代替物であるならば期待される動きであろうが、仲介証券が通貨および預金の変化と逆方向に動く傾向はみられない。それどころかこの二つの種類の資産はどちらかと

期 間	資 産	同一方向	逆方向
A. 1961 I—1966 II	有期預金	26.3%	73.7%
B. 1952 I—1966 II	金融紙券	27.5%	72.5%
C. 1952 I—1966 II	全流動資産	36.4%	63.6%

「いはいっしょに動く傾向がある」<sup>(3)</sup>との事実認識から、仲介証券の貨幣代替性については否定的である。しかしシャトーの資金循環表からの検討によれば、一九四五年—一九六二年にわたって企業の政府証券保有は五〇%以上も通貨

・預金と逆方向に動いている。さらに、政府証券以外の流動資産の代替性を検討するために、通常の貨幣の定義（フリードマンの貨幣の定義より有期預金を除く）を用いて、各種の流動資産について検討し、上表のような結果を示している。例えば一九六一年以来譲渡可能な定期預金証書は高度の市場性をもつようになり、その利回りは政府証券利回りを上回った。そこで企業は有期預金の保有を増加したが、一九六一年—一九六六年間に有期預金は七〇%以上貨幣と逆方向に動いていることがわかる。その他の金融紙券（finance paper）についても、また政府証券、有期預金、金融紙券を合計した全体の変化をみても同様の傾向が明らかである。

以上のように、いずれの実証的分析からも、非貨幣仲介機関の創出する負債が密接な貨幣代替物であると結論づけることができる。

第二の信用の貨幣化の問題に移ろう。資金のストックは金融資産の蓄積として現われるが、資金のフローは究極的には貨幣という一様の形態をとる。というのは、銀行セクター以外の諸部門によって発行されるさまざまな信用証券や支払約束は、いずれも経済取引における一般的交換手段ではなく、商業銀行のある特定の信用債務のみが交換手段だからである。そして一定の事情のもとで、銀行組織は公衆の手を転々と流通することによって貨幣の性格をおびてくる信用証券その他の類似のものを究極的に現金化するであろう。これを信用の貨幣化という。このような信用の貨幣化のメカニズムを明らかにしよう。<sup>(4)</sup>信用の貨幣化は二つの構成要素よりなっており、一つは国内的構成要素（E）、いま一つは国外

的構成要素( $E_0$ )である。国内的構成要素は銀行の国内資産の増加( $A_0$ )と銀行の貨幣以外の国内負債の増加( $L_0 - M$ )との差額であって、銀行組織の国内資産あるいは粗貸出の増加部分である。国外的構成要素は非銀行部門の海外負債の純増加( $L_0 - A_0$ )に海外からの純振替( $T$ )を加えたものであって、これらの信用債務が銀行組織によって貨幣化されるのである。さらに、貨幣的流動性の相対的収縮( $E_1$ )すなわち貨幣の流通速度の増加による活動貨幣の供給を考慮に入れると、一国の金融された貨幣量の合計は  $E_1 + E_0 + E_1$  となる。この貨幣量の合計は一国の国民総支出ギャップ(当年の国民総支出と前年の国民総生産との差額)に対応する。いいかえれば、 $E_1 + E_0 + E_1$  は国民総支出ギャップに見合う貨幣量がいかなる金融源泉から調達されたかを示している。このようにみてくると、国民総支出ギャップをうるのに必要な通貨量は、それが銀行の新規貸付によるか、諸外国からの贈与・借款もしくは外国にある既存蓄積資産の流動化によるか、あるいは国内の既存蓄積資産の売却による不活動貨幣の活動によるか、そのいずれの形態をとるにしても、信用の貨幣化をつうじて自動的に供給されなければならない。もちろんこのことは金融政策が無効であるということの意味しない。貨幣供給量は基本的には信用のピラミッドの全機構の内部から受動的に決定されるものであって、金融当局によってたんに外的に決定されるものではない。

- (1) T.H. Lee, Substitutability of Non-bank Intermediary Liabilities for Money: The Empirical Evidence, *The Journal of Finance*, Sep. 1966, pp. 441~57.
- (2) G. Shatto, Money Substitutes for The Corporate Business Sector, *The Journal of Finance*, March 1967, pp. 83~5.
- (3) M. Friedman and A.J. Schwartz, A Monetary History of the United States 1867~1960, 1963, p. 661.
- (4) O.E.C., Statistics of Sources and Uses of Finances 1948~1958, 1960, pp. 148~51, pp. 153~56. 邦訳一四八—五—頁および一五三—五六頁。